



data da ação de rating  
**28 de setembro de 2018**

vigência do rating  
**agosto de 2019**

\* Uma classificação SR Rating constitui opinião independente sobre a segurança da obrigação em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda. Todos os tipos de obrigação, mesmo quando classificados na categoria de investimento de baixo risco, envolvem um certo nível de exposição ao *default*. Decisões de compra e venda dependerão sempre do cotejo entre risco e retorno esperados pelo próprio investidor. A presente classificação buscou avaliar exclusivamente o risco de *default* da obrigação, segundo confiáveis fontes de informação disponíveis. A SR Rating não assume qualquer responsabilidade civil ou penal por eventuais erros de avaliação atuais ou mudanças supervenientes, ou ainda, por frustração do retorno financeiro esperado.

#### SR Rating Prestação de Serviços Ltda.

contato: Daniel Esperança

daniel@srrating.com.br

Rua Duque Estrada, 81 –  
Gávea – 22451-090

Rio de Janeiro – RJ – Brasil

Telefone: +55 21 2263.7456

www.srrating.com.br

monitoramento de rating de operação estruturada\*

## Brazilian Securities Cia de Securitização

292ª série da 1ª emissão de CRI | lastro ALPHAVILLE

nota global: **BB-SR (o.e.)**

equivalência "br": **brA- (o.e.)**

293ª série da 1ª emissão de CRI | lastro ALPHAVILLE

nota global: **B-SR (o.e.)**

equivalência "br": **brBB- (o.e.)**

O Comitê de Classificação da SR Rating atribui as notas da 292ª série, denotando risco mediano e, no âmbito local e no prazo analisado, a qualidade de crédito é boa e a vulnerabilidade se torna significativa num cenário de mudanças bruscas ou inesperadas, por fatores internos ou do macroambiente. Concomitantemente, também são atribuídas as notas da 293ª série, denotando risco alto e, no âmbito local e no prazo analisado, qualidade de crédito é fraca e a vulnerabilidade é alta, em qualquer cenário, por fatores internos ou do macroambiente.

Os principais fatores a serem considerados na atual classificação decorrem da natureza de *true-sale* desta operação de securitização de recebíveis imobiliários de loteamentos já construídos. Com o preponderante direcionamento do risco à carteira de recebíveis associada, destaca-se a forte presença do risco macroeconômico refletido diretamente na evolução da inadimplência observada e esperada. Dessa forma, a despeito da subordinação atual de 61,4%, as margens de garantia excedente vem sendo corroídas, de forma a conferir nível insuficiente de fluxo para pagamento das PMTs, situação contornada através de recompra de créditos e renegociação ou execução de garantias pela cedente, de forma a prover liquidez adicional e realizar amortizações extraordinárias.



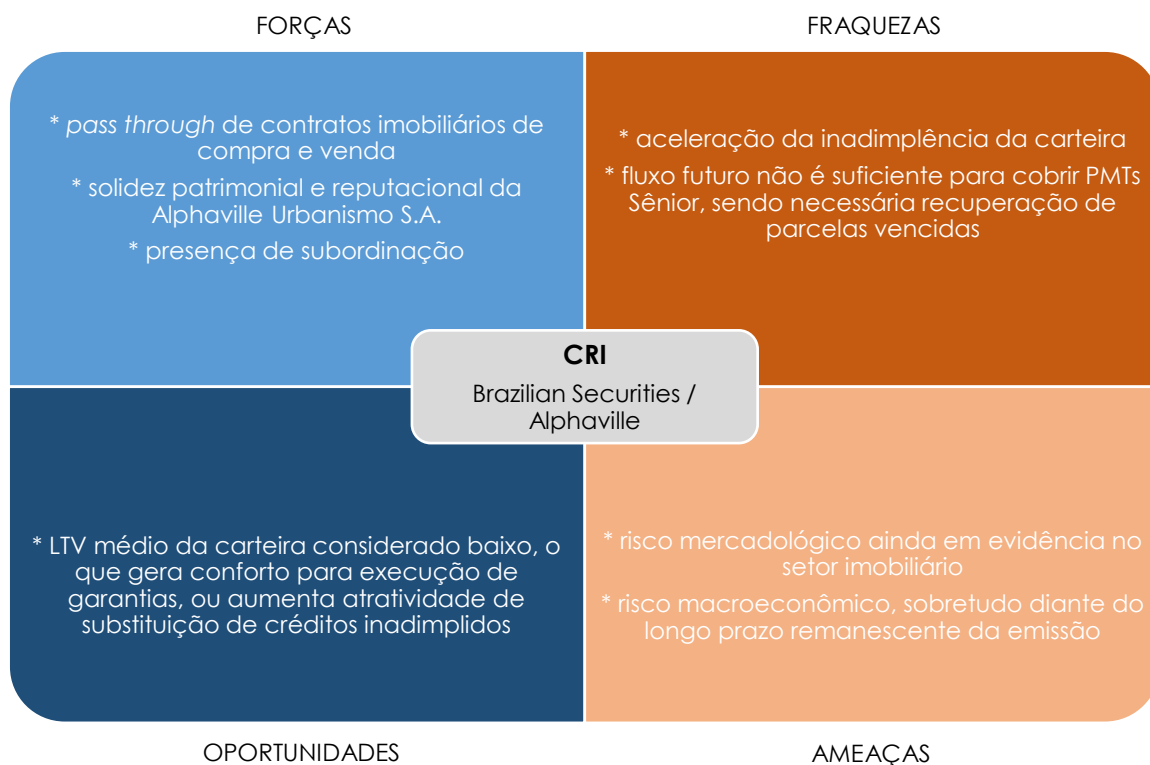
**A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários** | a Brazilian Securities Cia de Securitização emitiu em S.A. em novembro de 2012, CRI em duas séries, Sênior e Júnior, no valor de R\$ 149 milhões e prazo de 120 meses. A remuneração aplicável é de IPCA acrescido de 8,75% ao ano, em pagamentos mensais. **Conforme relatório mais recente do Agente Fiduciário e informações da companhia securitizadora, as obrigações referentes ao CRI Sênior vem sendo liquidadas pontualmente.** A amortização do CRI Júnior é condicionada à manutenção de níveis mínimos de garantia.

A emissão é lastreada em recebíveis referentes a contratos de compra e venda em empreendimentos desenvolvidos pela Alphaville Urbanismo S.A., com ou sem parceria. Dessa forma, a qualidade da carteira de crédito histórica dos empreendimentos Alphaville, associada à análise da carteira cedida, é relevante na presente avaliação de risco de emissão de CRI. Destaca-se que, para compor a cessão, os imóveis deverão estar isentos de ônus.

Com a aceleração da inadimplência, o fluxo da carteira não vinha sendo suficiente para honrar com as PMTs, de modo que a Alphaville vinha recomprando parte dos créditos. Ademais, recentemente houve alto nível de renegociação com mutuários, ou mesmo execução de garantias, de forma que o fluxo foi majorado, permitindo amortizações extraordinárias. Dessa forma, a partir desses expedientes a cedente vem provendo liquidez ao fluxo, bem como reduzindo o saldo devedor, de forma a manter a operação adimplente.

A fim de aumentar a qualidade dos certificados e fortalecer a segurança aos investidores, a operação conta com intervenientes de qualidade e experiência em suas respectivas atividades. A Brazilian Securities Securitizadora é a responsável pela emissão dos CRIs, e a Pentágono DTVM é o agente custodiante dos CCI's que representam os contratos imobiliários, atuando também como Agente Fiduciário. A estrutura conta ainda com auditoria financeira e jurídica da carteira feita pela Interservicer Serviços em Crédito Imobiliário e *Legal Opinion* pelo escritório PMKA Advogados. Ressalta-se que estes agentes, apesar de sua reputação, não são avaliados formalmente pela SR Rating quanto à qualidade e experiência profissional.

**SWOT de riscos** | no presente rating da operação estruturada são considerados, em suma, os seguintes fatores relevantes:



**Informações relevantes para o monitoramento** | este **monitoramento anual** considerou as seguintes informações atualizadas (data base em 31 de julho de 2018):

SALDO DEVEDOR DA EMISSÃO: série sênior (292º) R\$ 9 milhões, série júnior (293º) R\$ 13,6 milhões

RAZÃO DE GARANTIA POR SUBORDINAÇÃO: 251%

PRAZO REMANESCENTE: 50 meses (novembro de 2022)

SALDO DE CONTA CORRENTE + APLICAÇÕES: R\$ 17 mil

SALDO DEVEDOR FUTURO CARTEIRA (VALOR PRESENTE): R\$ 6,8 milhões

SALDO DA CARTEIRA VENCIDO EM ABERTO: R\$ 17,6 milhões

COBERTURA TOTAL (FLUXO FUTURO): 30,1%

COBERTURA CRI SÊNIOR (FLUXO FUTURO): 75,3%

COBERTURA TOTAL (FLUXO FUTURO + VENCIDOS): 108%

COBERTURA SÊNIOR (FLUXO FUTURO + VENCIDOS): 270%

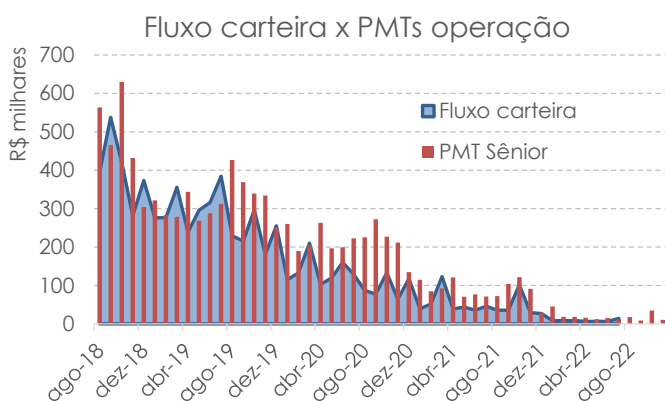
OUTROS EVENTOS RELEVANTES: não houve

**Imóveis objeto** | São imóveis distribuídos em 10 empreendimentos de loteamento desenvolvidos pela Alphaville Urbanismo S.A, com as seguintes características e dados atualizados:

Empreendimento	Cidade	Valor presente fluxo futuro (R\$)	% carteira	% vendido	Lançamento
Alphaville Barra	Rio de Janeiro - RJ	248.774,76	3,6%	100%	dez/11
Alphaville Eusébio	Eusébio - CE	785.762,93	11,5%	100%	set/05
Alphaville Litoral Norte	Camaçari - BA	1.769.704,75	25,9%	100%	ago/06
Alphaville Mossoró	Mossoró - RN	42.165,87	0,6%	100%	jun/11
Alphaville Mossoró II	Mossoró - RN	390.323,14	5,7%	100%	jun/11
Alphaville Maricá	Maricá - RJ	1.087.785,41	15,9%	86%	mar/13
Alphaville Petrolina	Petrolina - PE	697.433,98	10,2%	98%	dez/10
Alphaville Petrolina II	Petrolina - PE	181.062,52	2,7%	99%	set/11
Alphaville Pernambuco	Jaboatão dos Guararapes - PE	756.612,74	11,1%	82%	mar/11
Alphaville Resende	Resende - RJ	870.738,19	12,7%	100%	jun/11
		<b>6.830.364,31</b>	<b>100%</b>		

Destaca-se que todos os empreendimentos já estão terminados, não restando qualquer risco de construção, ainda que este risco nunca tenha sido considerado alto.

**Fluxo da operação e carteira de recebíveis** | A carteira de recebíveis a receber é formada, atualmente, por 284 créditos imobiliários, distribuídos por 140 mutuários. O valor médio de saldo devedor por mutuário é de R\$ 76 mil e por unidade habitacional é de R\$ 38 mil. Em termos de concentração, os 10 maiores mutuários representam 30%, sendo a maior representatividade de 4%. Os outros 130 mutuários concentram em média 0,8% cada, sendo que nenhum representa mais de 2% individualmente. O perfil da carteira, ainda que pulverizado, vem apresentando maior concentração nos últimos monitoramentos.



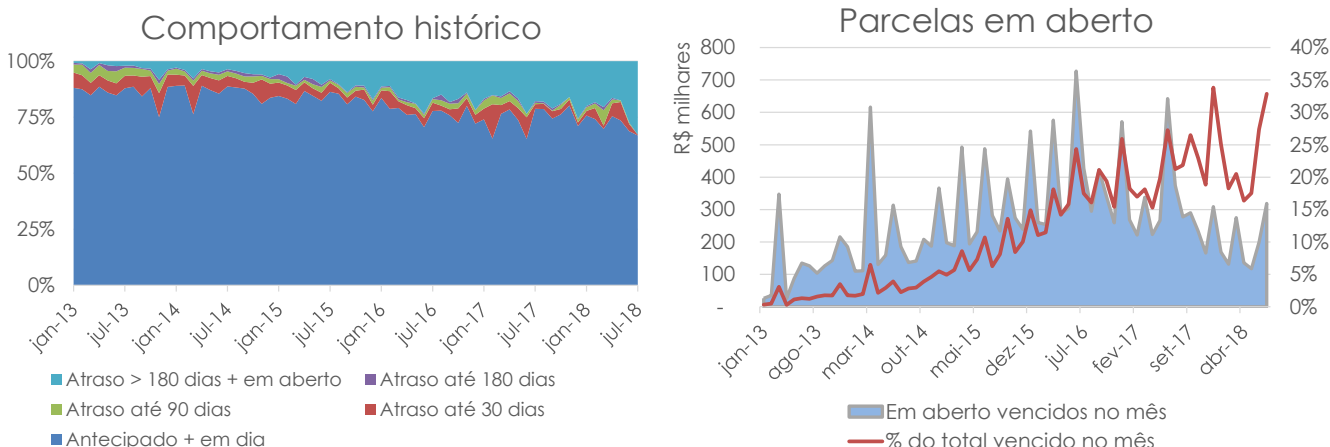
O valor presente do fluxo futuro da carteira era, no fechamento de julho de 2018, de R\$6,8 milhões, provendo, portanto, cobertura de apenas 75,3% ao fluxo do CRI Sênior, e 30% ao fluxo dos CRIs Sênior e Júnior.

Ainda que, de forma geral, a carteira mostre bom percentual de pagamentos pontuais ou antecipados (88,3% como apresentado na tabela ao lado), é observada relevante deterioração nos últimos três anos (gráficos abaixo), concomitante, portanto, com

Parcelas pagas em dia ou antecipadas	Valor Antecipado	31,2%	88,3%
	Em dia	57,1%	
Parcelas quitadas em atraso	Atraso de até 30 dias	5,8%	9,7%
	Entre 30 e 60 dias	1,8%	
	Entre 60 e 90 dias	1,0%	
	Até 90 dias	1,1%	
Parcelas vencidas em aberto	Mais de 180 dias	1,5%	0,4%
	Atraso de até 30 dias	0,1%	
	Entre 30 e 60 dias	0,1%	
	Entre 60 e 90 dias	0,0%	
	Até 90 dias	0,2%	
	Mais de 180 dias	6,1%	
<b>TOTAL</b>		<b>100%</b>	

a piora na situação macroeconômica brasileira. Dessa forma, a carteira vem mostrando cada vez menores índices de cobertura em relação ao fluxo de pagamento do CRI, ressaltando-se ainda o risco de inadimplência sobre o fluxo futuro, majorado no momento atual.

Dessa forma, além das parcelas futuras a vencer, a carteira apresenta um relevante acúmulo de atrasados e não pagos, equivalendo a 6,5 % do valor total já faturado dos recebíveis, e totalizando R\$ 17,6 milhões, dos quais R\$ 16,5 milhões correspondem a parcelas atrasadas há mais de 180 dias. Estes, portanto, ainda não foram alvo de substituição, renegociação ou execução dos imóveis garantidores, de forma a buscar um reequilíbrio das margens de garantia esperadas. Ressalta-se que os casos de recuperação através da execução dos imóveis não provêm liquidez ao fluxo, incidindo os riscos de mercado e de inadimplência futura. Dessa forma, a substituição de recebíveis torna-se muito mais atrativa em termos de readequação do fluxo, podendo haver ainda renegociação do fluxo com mutuários inadimplentes.



Uma das qualidades acessórias da carteira se vincula ao seu LTV médio, considerado baixo, de forma a se tornar mais atrativa a substituição dos créditos inadimplidos. Em outra mão, caso seja necessária execução de garantias imobiliárias para reaver inadimplências, esses valores se tornariam suficientes, muito embora não trazem expectativa de liquidez em tempo necessário. O LTV da carteira, em julho de 2018, foi de 24,4%.

**Alphaville Urbanismo S.A.** | A Alphaville Urbanismo S.A. é uma das maiores empresas de loteamento do país, com foco em clientes de renda média-alta. Em 2013, o fundo Private Equity AE Investimentos e Participações, sociedade controlada por Pátria Investimentos Ltda. e Blackstone Real Estate Advisor, adquiriu 70% de participação na loteadora Alphaville, permanecendo a Gafisa com a parcela de 30% de participação.

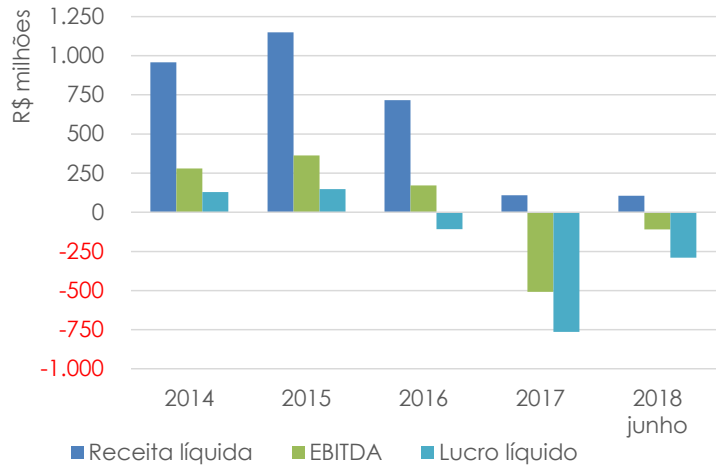
Em termos de governança corporativa, a empresa é profissionalizada, contando com conselhos de administração e fiscal, incluindo membros independentes, bem como tem suas demonstrações financeiras auditadas pela KPMG. Os produtos da Alphaville, considerados de melhor padrão de qualidade quando comparado aos seus pares de mercado, possuem valor agregado maior refletido em seus preços. Em geral, o ciclo de desenvolvimento imobiliário permanece em torno de 5 anos.

Entre 2012 e 2015 a empresa lançou 53 empreendimentos, que totalizam um VGV aproximado de R\$ 6,8 bilhões. Devido à forte desaceleração da atividade do setor, sobretudo devido à má situação macroeconômica brasileira e o elevado estoque desenvolvido nos anos anteriores, a Alphaville lançou apenas dois empreendimentos em 2016 e um em 2017. Dessa forma, assim como o setor imobiliário de forma geral, a empresa vem esperando uma melhora nas condições de mercado para retomar lançamentos, diminuindo fortemente, também, seus custos com desenvolvimentos de obras. Destaca-se, pelo lado positivo, que a estratégia de lançamentos é amplamente amparada pela capacitação técnica da companhia, tendo reflexo direto sobre o bom desempenho de vendas nesse período de monitoramento.

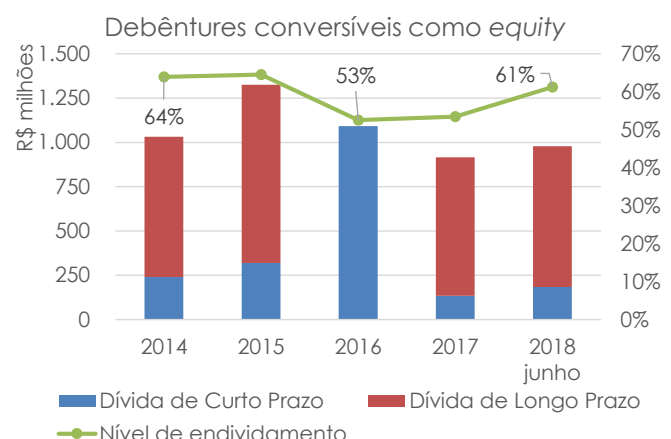
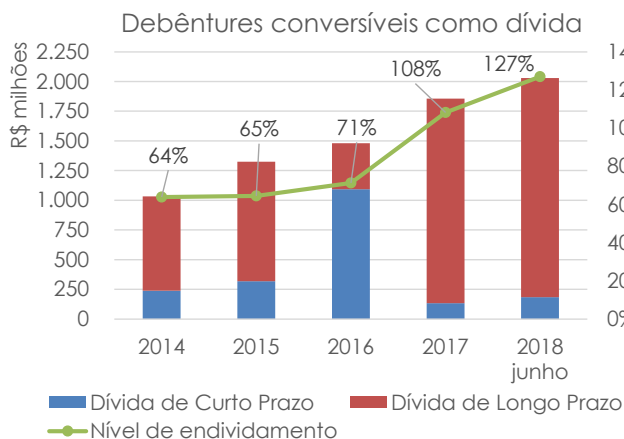
Como resultado desse movimento de forte desaceleração de lançamentos e vendas, o resultado da empresa cai de forma acentuada desde 2015, como ilustrado no gráfico abaixo. A receita bem mais reduzida da companhia ainda não é totalmente compensada por uma queda nos custos, devido às ainda pendentes obrigações de construção referentes a lançamentos anteriores ainda não concluídos. A empresa tem, hoje, cerca de R\$ 190 milhões em custo a incorrer em tais obras, uma fração do R\$ 1 bilhão que havia, por exemplo, em 2015. Dessa forma, os resultados contábeis, dado que as vendas são contabilizadas na receita em regime

de competência e os recebimentos são realizados em longo prazo, não apresentam fielmente a situação de solvência da empresa. Torna-se mais oportuna, portanto, uma contraposição de ativos e passivos realizáveis da companhia e considerações acerca da sua liquidez e riscos envolvidos.

Em termos de contas a receber, representando basicamente os recebimentos de parcelas de contratos de venda de lotes a prazo, a empresa possui aproximadamente R\$ 2 bilhões, destes cerca de R\$ 400 milhões no curto prazo, ressaltando-se que neste fluxo futuro incide o risco de inadimplência dos mutuários ou distrato, especialmente majorado no atual momento. Somado a isso, há um estoque de lotes com VGV próprio aproximado de R\$ 670 milhões, necessitando, para sua realização, todo o esforço de venda e posterior risco de inadimplência ou distrato, a exemplo da carteira ativa.



Em termos de endividamento, a companhia possui, basicamente, CCBs e debêntures. Dentre as debêntures, há, aproximadamente R\$ 1 bilhão em duas emissões, realizadas em 2016 e 2017, de debêntures conversíveis em ações, deudas pelos próprios acionistas da Alphaville, com carência de juros e principal até o vencimento, momento em deve ocorrer a conversão. Dessa forma, tais debêntures, apesar de consistirem formalmente em dívida, adquirem característica de *equity*, sendo oportuna a análise da situação patrimonial da empresa em ambos os cenários.



No cenário do gráfico à esquerda, a dívida da empresa mostra forte avolumação, assim como o nível de endividamento, atingindo 127% em junho de 2018. No cenário do gráfico à direita, as emissões de debêntures conversível provocam fazer com que o nível de endividamento se mantenha em patamar moderado, com forte redução da dívida, ainda que haja aumento do nível de endividamento em 2017 e 2018 devido a captação através de CCBs e, principalmente, pesados prejuízos contábeis. A dívida da companhia é significativamente alongada em ambos os cenários, ressaltando-se que não há efeito de caixa em relação às despesas financeiras das debêntures conversíveis.

Como também ilustrado nos gráficos acima, a empresa vinha avolumando passivos até 2015, condizente com a forte atividade de desenvolvimento de empreendimentos na época. A alocação atípica da dívida no curto prazo no ano de 2016 se deu por conta da quebra de *convenant* financeiro, levando a possibilidade de vencimento antecipado, situação já contornada através de renegociação com credores.

A Alphaville tem uma carteira a receber de cerca de R\$ 400 milhões no curto prazo, incidindo aí o risco de inadimplência, majorado no atual momento macroeconômico, e de distrato o que ensejaria novos esforços de venda, afetando fortemente a liquidez desse montante. No lado passivo, tem obrigações de construir de R\$ 190 milhões e cerca de R\$ 180 milhões em dívida de curto prazo, somando R\$ 370 milhões. A análise dos direitos e obrigações no longo prazo é bastante mais incerta devido ao elevado número de variáveis e variações

temporais também relevantes. A empresa possui R\$ 870 milhões em contas a receber no longo prazo, montante próximo aos R\$ 800 milhões em dívidas a vencer nesse mesmo prazo aproximado. Ressalta-se, no entanto, os R\$ 560 milhões em lotes em estoque, valor, portanto, ilíquido, sendo necessária venda e recebimento, incidindo os riscos de mercado e de crédito dos mutuários; ainda assim, somando-se à carteira a receber, os direitos da Alphaville tornam-se significativos, ainda que expostos aos diversos riscos já elencados. Tal comparativo considera a não exigibilidade das debêntures conversíveis.

**Matriz de riscos** | a matriz de risco abaixo, pontua a exposição e intensidade do presente rating aos riscos em evidência.

<b>RISCO MACROECONÔMICO</b>	<p><b>EXPOSIÇÃO ALTA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* longo prazo.</li> <li>* economia como viés correlacionado ao desempenho do setor imobiliário.</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE ALTA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* elevado impacto da recessão econômica nos investimentos regionais que pode trazer impacto ainda maior na elevação de inadimplência</li> </ul>
<b>RISCO INSTITUCIONAL</b>	<p><b>EXPOSIÇÃO MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* risco político.</li> <li>* risco ambiental.</li> <li>* risco regulatório.</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE BAIXA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* estágio do empreendimento muito avançado ou terminado, sem a interferência de outros geridos pela Alphaville, além da expertise reconhecida</li> </ul>
<b>RISCO DE MERCADO</b>	<p><b>EXPOSIÇÃO MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* setor imobiliário.</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* afetação generalizada sobre os ativos imobiliários, seja por atratividade ou preço.</li> <li>* carteira de recebíveis com LTV médio considerado baixo, que impulsiona atratividade de substituição de crédito ou execução de garantias com valores substancialmente elevados.</li> </ul>
<b>RISCO FINANCEIRO</b>	<p><b>EXPOSIÇÃO MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* aumento dos níveis de inadimplência de forma acelerada</li> <li>*riscos de descasamentos</li> </ul>	<p><b>INTENSIDADE MÉDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* renegociações e recompras pela cedente vem conferindo liquidez ao fluxo</li> <li>* descasamento de taxas tem comprometido manutenção dos níveis de sobregarantia.</li> </ul>

**Perspectivas das notas** | as notas atribuídas possuem perspectiva estável, não obstante a possibilidade de alteração em decorrência dos seguintes fatores: (i) aumento significativo dos níveis de atraso nos recebíveis garantidores; (ii) alterações no ambiente institucional, político ou regulatório que altere de forma superveniente as condições da Alphaville; (iii) alterações significativas na região, incluindo aspectos econômicos e ou demográficos, que influenciem na qualidade de crédito dos recebíveis; e (iv) agravamento do descasamento de taxas de forma a corroer os níveis de sobregarantias, sem a devida recomposição da carteira.

### informações sobre o processo de análise

- As notas foram atribuídas pelo Comitê de Classificação de Risco da SR Rating.
- Esta avaliação foi realizada em consonância com a metodologia de classificação de riscos de Certificados de Recebíveis Imobiliários e riscos de carteira de recebíveis imobiliários, cuja versão mais recente é datada de 30 de julho de 2015, devidamente validada pelo Comitê de Classificação da SR Rating.
- A SR Rating não atesta e nem audita qualquer informação utilizada neste trabalho, a despeito do cuidado e criticidade empenhados sobre as mesmas, no intuito de prover a maior qualificação possível nas análises. Nossas fontes de informações foram: (i) relatório de acompanhamento da emissão de CRI emitido pela companhia securitizadora; (ii) informações da carteira de recebíveis prestadas pela Alphaville Urbanismo; e (iii) informações corporativas prestadas pela Alphaville Urbanismo.
- Conforme Resolução CVM nº 521 / 2012, e conforme previsto nas regras e procedimentos da SR Rating, informamos que não houve qualquer indício de conflitos de interesse, presentes ou potenciais, neste processo de atribuição de classificação de risco.
- Na qualidade de contratante, a Brazilian Securities possui outras classificações de risco junto SR Rating, não havendo concentração relevante no faturamento.

### histórico da classificação de risco

- Em 11 de dezembro de 2012, foi emitido o relatório definitivo desta emissão de CRI.
- Em 28 de setembro de 2018 foi disponibilizado o último relatório de monitoramento, sem qualquer contestação ou observação relevante.

Recomendamos que os leitores acessem nosso website ([www.srrating.com.br](http://www.srrating.com.br)) para maiores informações sobre as notas classificatórias, seus alcances e limitações, bem como sobre as metodologias e procedimentos.



Copyright©2018 SR Rating Prestação de Serviços Ltda.